



**BÖRSGRUPPEN**

**Equity Research Department**



**EQUITY RESEARCH  
REPORT 2018**



xmreality



BÖRSGRUPPEN  
LINKÖPINGS UNIVERSITET

Investment Case – XMReality

Ticker: XMR

### **Marknaden för Augmented Reality växer snabbt**

Teknologin Augmented Reality liksom Virtual Reality ansågs tidigare som "Science Fiction" men har nu blivit betydligt mer vedertaget och intressant för marknaden, vilket bevisligen återges bland XMReality:s kundlista.

Uppskattningsvis kommer marknaden för Augmented Reality (AR) och Virtual Reality förväntas växa till 150 miljarder USD till 2021, vilket innebär en CAGR om 70% per år. Dock är endast en del av detta field service, vilket är XMReality:s nischmarknad. Omsättningen för Field Service inom AR uppgick 2015 till 1,9 miljarder USD år 2015 och beräknas uppgå till 5,1 miljarder USD år 2022, motsvarande en CAGR på 21%.

### **Väletablerade kunder med industrifokus**

XMReality har en imponerande kundlista av välkända bolag framförallt inom industrisektorn, som till exempel Atlas Copco, Siemens Industry Turbomachinery, Bosch Rexroth, Rock Drills och Volvo. Följaktligen indikerar det en hög efterfrågan av teknologin bland stora företag

XMReality har med sin nisch mot Industrisektorn en teknologisk fördel gentemot konkurrenter med system anpassade för sektorns utmaningar som till exempelvis låg bandbredd där XMReality:s har en stor konkurrensfördel.

### **Stor skalbarhet**

XMReality har ett skalbart koncept där teknologin kan implementeras i XMReality:s kunders erbjudande i ett B2B2C (*Business-to-Business-to-Consumer*) koncept. Till exempel skulle ett scenario vara att Bosch Rexroth använder systemet likt en "försäkring" där XMReality:s mjukvara kan säljas in. Med försäkring syftar vi på att till exempel, Bosch Rexroth säljer en produkt, samtidigt som man lovar ifall produkten går sönder att man får hjälp inom 2 timmar (hypotetiskt). Om konceptet B2B2C skulle införlivas skulle det få ett positivt genomslag på XMReality:s vinstmarginal. Vi estimerar att XMReality framgent kommer växa med en genomsnittlig tillväxthastighet på 140 % fram t.o.m. 2020, dock tror vi EBIT-marginalen kommer vara fortsatt negativt fram till 2020. Vid 2020 förväntar vi oss att XMReality omsätter 77,8 milj. och visar en positiv EBIT-marginal förväntad till cirka 19 %.

## Huvudsakliga risker och motargument

### Hot från konkurrenter

En av det huvudsakliga hotet från konkurrenter är att XMReality kan få det svårt att hålla jämna steg med konkurrensen då teknologin utvecklas väldigt snabbt.

För att parera ovanstående risk (dock inte sagt att det gör det) krävs ett ständigt utvecklingsarbete av AR-teknologin, och ser vi till XMreality har R&D varit den största utgiften under 2017 vilket påvisar att XMReality de facto lägger stort fokus på utveckling av AR-teknologi, och senast under november 2017 utgavs en ny uppdatering (Generation X) av XMReality:s programvara.

### Priser

Det finns vidare en risk gällande prispress vid ökning av konkurrenter gentemot samma kunder, då konkurrenter kan erbjuda ett bättre värde till ett samma pris. Vid ett sådant scenario, kommer XMReality få det svårt att motivera befintliga priser. Återigen, krävs det att XMReality fortsätter att fokusera på den teknologiska utveckling, vilket möjliggör att XMReality framgent kan fortsätta vara konkurrenskraftiga för att motivera sin prisnivå.

Base case DCF valuation		Cash flow, MSEK	
WACC (%)	7,20%	NPV FCF (2017-2021)	-63,8
		NPV FCF (2022-2026)	-35,8
		NPV FCF (2027-)	213,3
		Non-operating assets	0
		Interest-bearing debt	0
		Fair value estimate MSEK	168,96
<b>Assumptions 2017-2021 (%)</b>			
Average sales growth	110,50%	<b>Fair value e. per share SEK</b>	<b>11,57</b>
Weighted average EBIT margin	-0,74%	Current share price SEK	<b>8,2</b>

Source: Börsgruppen Research

XMReality: Estimates											
(MSEK)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Revenue	5,2	5,8	13,0	34,6	77,8	175,0	350,0	700,1	1400,2	2800,3	5600,7
Gross Profit	-9,0	-17,4	-17,0	-8,6	11,7	32,8	52,5	105,0	210,0	420,1	840,1
EBITDA	-9,0	-17,0	-12,2	-4,7	14,7	36,7	75,1	185,1	440,2	1020,5	2321,0
EBIT	-10,0	-17,4	-13,0	-6,9	9,7	25,4	52,5	140,0	350,0	840,1	1960,2
EPS (SEK)	-0,27	-0,93	-0,70	-0,37	0,52	1,36					
Growth (%)	45,92%	12,50%	125,00%	165,00%	125,00%	125,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Gross Margin (%)	-174,23%	-300,00%	-130,00%	-25,00%	15,00%	18,75%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
EBITDA Margin (%)	-174,23%	-293,56%	-93,56%	-13,56%	18,94%	20,94%	21,44%	26,44%	31,44%	36,44%	41,44%
EBIT Margin (%)	-193,56%	-300,00%	-100,00%	-20,00%	12,50%	14,50%	15,00%	20,00%	25,00%	30,00%	35,00%

Source: XMReality, Börsgruppen Research

## Historia, Ledning och Ägarstruktur

### Historia

XMReality grundades år 2007 av ingenjörer vid Totalförsvarets Forskningsinstitut (FOI) i Linköping, där man till en början utvecklade Augmented Reality lösningar för att underlätta vissa aktiviteter i fält, till exempel att instruera hur särskild utrustning används.

Företaget har under lång tid endast haft ett fåtal anställda (4–6 personer) och använt sig av externa konsulter, men har i och med att både utveckling och intäkter tagit fart och börjat anställa fler. Antalet anställda låg vid Q3 2017 på 18 st.

### Ledning

Johan Castevall är VD sedan 2015, han har tidigare arbetat som VP och CFO på företaget Medius, som utvecklar lösningar för automatiserade fakturerings tjänster genom moln-service.

Enda andra ledningsposten som innehas av någon med historia är nyligen tillsatta Chief of Operations, Henrik Krohn, som har 17 års tidigare erfarenhet av management roller.

### Ägarstruktur

Xmreality:s tio största ägarna består av en blandning privatpersoner (vissa genom egna bolag) och fonder. Styrelsen består av fem personer, varav Claes Nylander är ordförande och besitter en betydande aktiepost. Även Torbjörn Gustafsson (tidigare VD) och Per Carleberg (CTO, även tidigare styrelsemedlem) innehar stora aktieposter.

Att stora poster ägs av privatpersoner som är engagerade i bolaget visar på en stark tro för bolaget och att man aktivt jobbar för att företaget ska lyckas. Nämnvärt är också de tre institutionella investerarna av de tio största ägarna vilket tenderar att vara ovanligt i företag av vederbörande storlek.

Aktieägare per den 26 April 2017	Andel av kapital och röster, %
AMF Fonder	7,53%
ALMI Invest Östra Mellansverige AB	6,87%
Rambas AB	5,69%
Per Carleberg	5,48%
Torbjörn Gustafsson	5,48%
Handelsbanken Fonder	4,79%
Nordica Life (Bermuda) Ltd	3,60%
C Worldwide Asset Management	3,42%
Claes Nylander	2,74%
Industrial Development Partners	2,50%
<b>Totalt 10 största ägare</b>	<b>48,10%</b>
<b>Övriga ägare</b>	<b>51,90%</b>
<b>Totalt</b>	<b>100,00%</b>

## Produkter

### **Augmented Reality**

XMReality erbjuder mjukvara och hårdvara baserade på Augmented reality (AR) teknologi. AR är en teknologi som förbinder verklighet med digitala objekt som tillsammans kan skapa en illusion. AR skiljer sig från Virtual Reality (VR) då AR kombinerar den fysiska omgivningen och digitala objekt, medan VR helt fokuserar på digitala objekt. XMReality: huvudsakliga fokus är försäljning av mjukvara som är upplagd genom en prenumerations-tjänst där företag betalar per applikation de använder.

### **Mjukvara**

#### *Remote Guidance*

Mjukvaran är anpassad efter en peer to peer lösning med visuell kommunikation mellan två parter. Genom att en person distribuerar support till den andra parten, som genom till exempelvis en surfplatta visar det fysiska objektet (till exempel en maskin) på video kan då den första personen visa/addera digitala objekt som gester, peka, rita med mera hur andra parten ska gå tillväga för att till exempel reparera maskinen. Mjukvaran är synkroniserbar med datorer, surfplattor, smarta telefoner, smarta glasögon. Vidare är mjukvaran anpassad att fungera ned mot en bandbredd på endast 128kb/s.

#### *Generation 6 (Ny version av mjukvara)*

I november 2017 lanserades en ny uppdatering på programvaran som innehåller ett nytt effektivare gränssnitt. Generation 6 erbjuder också en mobil till mobil lösning som skapar nya möjligheter då den som distribuerar support tidigare var tvungen att befinna sig vid en dator för att erbjuda hjälp till andra parten. Med Generation 6 tillkom även att man inte behöver addera enheter med hjälp av komplicerade licensnycklar, som var tvungna att gå via XMReality:s server.

### **Hårdvara**

#### *Smarta glasögon*

Smarta glasögon är gör det möjligt för servicetekniker att få vägledning samtidigt som de arbetar med avancerad utrustning då det är möjligt att addera digitala objekt i bärarens synfält.

XMReality:s erbjuder sina egna smarta glasögon som är optimerade för att säkerställa ett stort synfält och hög batterikapacitet. Tillverkningen av glasögonen är outsourcat till HANZA KA. XMReality säljer även smarta glasögon tillverkade av Osterhout Group som är en ledande operatör av smarta glasögon. Nämnvärt är att XMReality inte satsar några nya resurser på att framställa egna glasögon utan fokuserar på att Outsourca det helt framgent.

### *Pointpad/Guidestation*

Pointpad består av en pekplatta och en högupplöst kamera samt en mikrofon. Guidestationen används av den person som ska vägleda den andra parten. Priset för en station ligger på cirka 100 000 SEK.

## Konkurrenter

---

Inom nischen Field Service finns det ett antal bolag som sticker ut med produkter som liknar de som XMReality erbjuder. Marknaden är dock svår att analysera då alla bolag är relativt nystartade, små och onoterad en andra länder. Vi har gjort en kort sammanställning av de konkurrenter vi ser som mest relevanta, med den information som finns oss tillgänglig.

### *Fieldbit*

Fokuserar på fältservice med 3:e parts glasögon, verkar ha en välutvecklad app som har ett ticketsystem för felanmälningar. Kan både vara en för och-nackdel, större företag använder hellre sina egna system medan mindre troligtvis uppskattar hjälp med CRM / felanmälan, vilket talar för en fördel för XMR. Israeliskt onoterat företag.

### *Reflekt (reflekt.com)*

Utbud av blandat mellan AR, VR och mixed-reality. AR för industrilösningar är ej deras huvudsakliga produkt, dessutom verkar det inte vara sann AR, utan att man omarbetar statiska bilder till att kunna visas i reparatörens synfält. Tyskt icke noterat företag. 50 anställda spritt över 13 länder talar för små, lokala kontor. Har ett tekniksamarbete med ett universitet i Michigan, USA.

### *Sightcall*

Erbjuder ingen pekstation utan fokuserar på att stoppa bilden och rita för att visa, ser ej ut som sann AR. Visar endast mobil-användning och mest vardagsaktiviteter, ett exempel med sekvens med ett läkarbesök hemma. Franskt företag, verkar endast vara backade av en stor investerare / VC just nu. Ingen kundlista.

### *Librestream*

Lösning likt XMRs, men större fokus på hårdvara och egenutvecklad sådan. Erbjuder även någon form av CRM system att följa med, för att sätta säkerhetsgränser för användningen av produkterna. Fokus på att utveckla och placera hårdvara på platser med svåra förhållanden (tuff miljö). Listar få men stora kunderså som Samsung, Verizon, Cisco. Verkar var lika XMR i många avseenden. Kanadensiskt företag, ej noterat.

### *Helplighting*

Verkar fokusera på mjukvara och ej egen hårdvara, produkten ser mer riktad ut till privatpersoner och finns tillgänglig på App Store. Mjukvaran ser enkel ut men gränssnittet och användningen av gester känns lite svårare, mycket sämre bildkvalitet än XMR's produkt. Amerikanskt företag, listar ej några särskilda kunder.

### *Atheer*

Lösningar med avancerat AR gränssnitt, dock mer riktat mot industriproduktion än fieldservice. Verkar vara ett koncept att skräddarsy lösning för varje kund. Visar några exempel på användning med inredning, produktionslinje, medicin m.m.

## Finansiell ställning

Då bolaget endast har varit noterat på First North sedan April 2017 är en egenskap att årsredovisningar från innan dess är väldigt tunna och saknar relevant information. Likaså har de två kvartalsrapporterna för Q2 och Q3 2017 egentligen inte innehållit annat än siffror, inga direkta uttalanden angående marknaden eller XMReality:s utveckling. Detta lämnar vital information om företagets finansiella hälsa till vår egen tolkning.

XMReality har än så länge aldrig haft ett år med vinst, även om årsredovisningar bara finns tillgängliga sedan 2014. Intäkterna har ökat årligen, dock har kostnaderna ökat i ännu högre takt och även aktiverade arbeten har genomgående varit höga och ökande. 2016 var vinstmarginalen -194 % och den förväntas vara något sämre under 2017. Med andra ord är företaget fortfarande inne i en utvecklingsfas där nyemissioner betalar för forskning och marknadsföring medan man väntar på ett marknaden ska komma igång på riktigt.

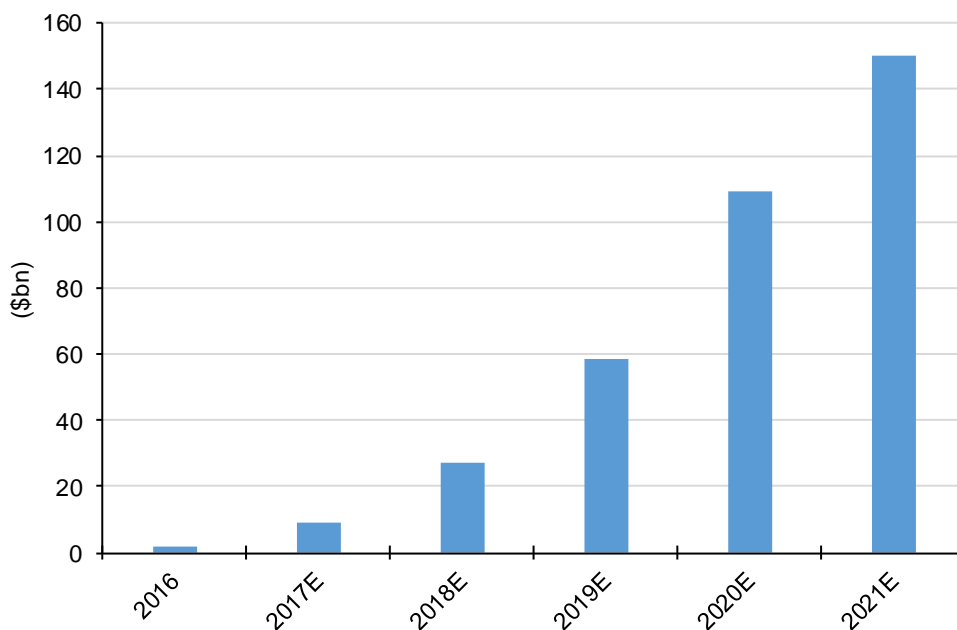
Soliditeten har genomgående varit god och över branschsnitt (80 %) tack vare löpande emissioner, nu senast i och med börsnotering som inbringade SEK 52 miljoner och lämnade kassan vid Q3 på ca. SEK 56 miljoner. Om bolaget fortsätter att ha liknande kostnader (cirka 17 miljoner i burn rate) och intäkter innebär detta att man kan borde klara sig tre år innan man behöver ny finansiering. Förhoppningen är självklart att man ska kunna vända på sina kassaflöden innan dess.

## Analys

När vi ser till XMReality:s marknad så tittar vi på de estimat som finns för Augmented Reality / Virtual Reality som aggregerad bransch, då Field Service är en väldigt liten nisch som det finns begränsat med information om. Marknaden för AR / VR förväntas vara ca. 150 miljarder USD till 2021, en CAGR om 70 % per år. Det är en hög förväntad tillväxt som innebär att så länge XMR har en bra position att "åka med" så blir det snabbt väldigt lönsamt.

Dock är endast en del av detta Field Service. Field Service omsättning var 1,9 miljarder USD år 2015 och förväntas vara 5,1 miljarder USD år 2022, en CAGR på 21 %, vilket fortfarande är en stark tillväxt på en ny marknad.

### Market estimates: Augmented Reality



Source: Börsgruppen Research

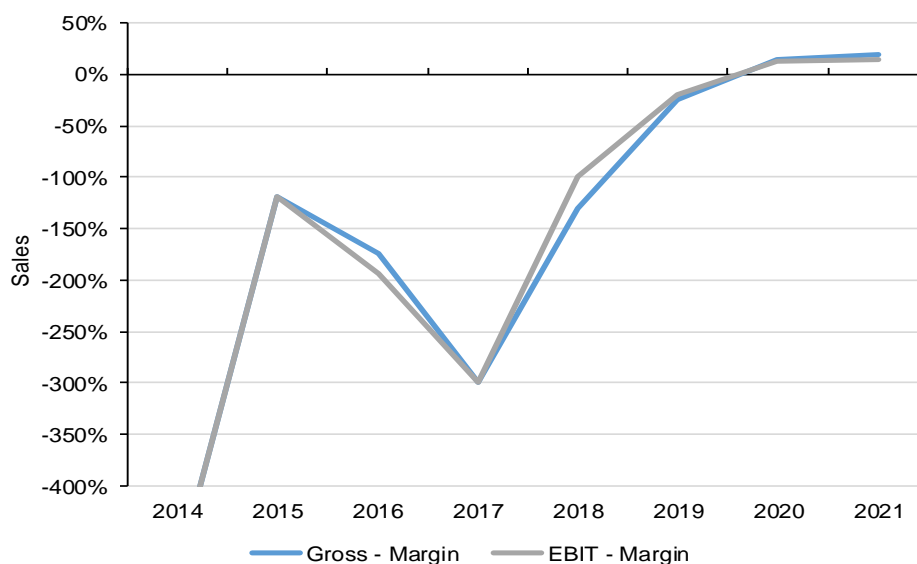
En av de lockande egenskaperna hos XMReality:s produkt är skalbarheten. Då det enbart rör sig om mjukvara finns möjligheten att öka försäljning utan att öka kostnaderna i samma takt. De mest framstående kunderna, så som Bosch Rexroth, är väldigt imponerade av produkten, och inte minst det CRM system som följer med. Att XMReality:s Remote Guidance kommer med tillhörande CRM-plattform gör att deras kunder i sin tur kan sälja / erbjuda mjukvaran vidare och hantera sina underleverantörer i plattformen. Detta är något som inget annat företag inom Field Service verkar ha lyckats lika bra med, och ger XMR en stark fördel när det gäller att etablera sig bland större aktörer som vill ha köpa hela konceptet från en och samma producent.



Det som är XMRS överliggande problem är att marknaden fortfarande inte påbörjat den förväntade expansionsfasen, det vill säga att även Remote Guidance är ett hett ämne så är det inte vidare adopterat hos företag. XMReality går i dagsläget back med ungefär 10 MSEK per år, och förväntas göra så åtminstone de kommande två åren. Detta för att man har stora kostnadsposter inom FoU. Vi ser dock detta som positivt, då vi antar att marknads tillväxt är ett faktum betyder dessa kostnader som läggs idag att man kommer ha en bättre position att vara konkurrenskraftiga i framtiden. Som vi nämnde under Finansiell Ställning så räcker dock kassan bara tre år med dagens mått, vilket innebär att om vi inte ser en betydande marknadstillväxt innan dess så kan det bli problematiskt för bolaget att locka till sig nytt kapital. Och andra sidan behövs det relativt lite för att företaget ska bli kassaflödespositivt. Då bolaget och omsättning är liten skulle till exempel en order på 1 000 nya licenser öka både tillväxten och förtroende för XMR, och 1 000 licenser är en relativt liten order för de stora bolag som redan står på XMRS kundlista.

Även om XMReality ökat intäkterna senaste 2 åren kan intäkterna antas vara relativt låga, det beror främst på att klienterna ännu inte i stor skala köpt produkterna. Dock finns det incitament att klienterna inom en snar framtid kan komma att handla mer storskaligt om produkterna visar sig vara användbara, således kommer intäkterna öka betydligt mer framöver.

#### XMReality: Margins



Source: Börsguppen Research

## Värdering

XMReality är ett relativt ungt bolag, i en väldigt ny bransch och det är därför svårt att analysera. Vi anser att bolaget har en bra utgångspunkt inom Field Service som väntas växa kraftigt, med en CAGR på 21 %, med en stark lista av kunder och en otroligt lockande skalbarhet i produkten. Även ledningen har vunnit vårt förtroende då man visat på snabb anpassningsbarhet när man beslutade att inte längre satsa på hårdvara över huvud taget.

De största riskerna för bolaget förblir ovissheten om marknaden, samt att det finns möjlighet för större aktörer (med mycket mer forskningskapital) att gå in på marknaden och snabbt etablera sig. Som vi nämnt räcker XMReality's nuvarande kassa att bedriva fortsatt utveckling med förlust i samma takt i 3 år, innan nytt kapital behövs införskaffas.

Slutsatsen blir att bolaget, och hela branschen, är en hit-or-miss, där om det går enligt estimaten så kommer Field Service att växa explosionsartat och XMReality har en utmärkt utgångsposition. Om marknaden inte slår igenom eller om det tar för lång tid så kommer bolaget få svårt att locka till sig nytt kapital.

DCF-värdering under **Basecase scenariot motiverar ett värde om 11,60 SEK per aktie.**

Base case DCF valuation		Cash flow, MSEK	
WACC (%)	7,20%	NPV FCF (2017-2021)	-63,8
		NPV FCF (2022-2026)	-35,8
		NPV FCF (2027-)	213,3
		Non-operating assets	0
		Interest-bearing debt	0
		Fair value estimate MSEK	168,96
<b>Assumptions 2017-2021 (%)</b>			
Average sales growth	110,50%	<b>Fair value e. per share SEK</b>	<b>11,57</b>
Weighted average EBIT margin	-0,74%	Current share price SEK	<b>8,2</b>

Source: Börsgroupen Research

XMReality: Estimates											
(MSEK)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Revenue	5,2	5,8	13,0	34,6	77,8	175,0	350,0	700,1	1400,2	2800,3	5600,7
Gross Profit	-9,0	-17,4	-17,0	-8,6	11,7	32,8	52,5	105,0	210,0	420,1	840,1
EBITDA	-9,0	-17,0	-12,2	-4,7	14,7	36,7	75,1	185,1	440,2	1020,5	2321,0
EBIT	-10,0	-17,4	-13,0	-6,9	9,7	25,4	52,5	140,0	350,0	840,1	1960,2
EPS (SEK)	-0,27	-0,93	-0,70	-0,37	0,52	1,36					
Growth (%)	45,92%	12,50%	125,00%	165,00%	125,00%	125,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Gross Margin (%)	-174,23%	-300,00%	-130,00%	-25,00%	15,00%	18,75%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
EBITDA Margin (%)	-174,23%	-293,56%	-93,56%	-13,56%	18,94%	20,94%	21,44%	26,44%	31,44%	36,44%	41,44%
EBIT Margin (%)	-193,56%	-300,00%	-100,00%	-20,00%	12,50%	14,50%	15,00%	20,00%	25,00%	30,00%	35,00%

Source: XMReality, Börsgroupen Research